

Ngành Bất động sản

Báo cáo cập nhật

Tháng 3, 2021

Mã giao dịch: DXG

Reuters: DXG.HM

Bloomberg: DXG VN

Triển vọng kinh doanh hồi phục, định giá hợp lý trong ngắn hạn

Khuyến nghị	NEUTRAL
Giá kỳ vọng (VNĐ)	27.500
Giá thị trường (16/3/2021)	24.500
Lợi nhuận kỳ vọng	12%

Lợi nhuận 2021 phục hồi mạnh với đóng góp từ Gem Sky World và Opal Boulevard

Như đã dự báo trong báo cáo cuối năm 2020, BVSC cho rằng năm 2021 lợi nhuận của DXG sẽ phục hồi mạnh trở lại với đóng góp từ hai dự án là Gem Sky World & Opal Boulevard. Tuy nhiên, kế hoạch bàn giao dự án Gem Sky World từ quý 4.2020 bị trì hoãn sang Q1.2021 giúp dự địa tăng trưởng lợi nhuận 2021 trở nên lớn hơn. Do đó, BVSC cũng điều chỉnh lại dự phóng kết quả kinh doanh 2021. Cụ thể, lợi nhuận sau thuế 2021 ước đạt 1.406 tỷ, cao hơn 16% so với dự báo cuối 2020.

THÔNG TIN CỔ PHẦN

Sàn giao dịch	HSX
Khoảng giá 52 tuần	7.800-24.900
Vốn hóa	12.698 Tỷ VNĐ
SL cổ phiếu lưu hành	518.287.181
KLGD bình quân 10 ngày	7.800.160
% sở hữu nước ngoài	34%
Room nước ngoài	49%
Giá trị cổ tức/cổ phần	N/A
Tỷ lệ cổ tức/thị giá	N/A
Beta	1,31

Gia tăng quỹ đất ở Bình Dương; kỳ vọng dự án Gem Riverside tái khởi động

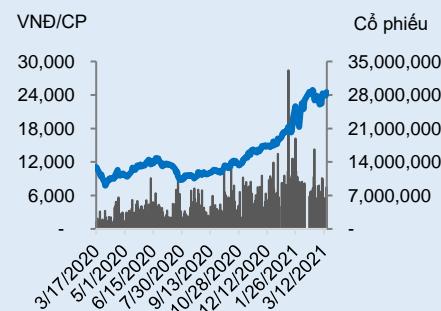
Bên cạnh dự án lớn đang triển khai là Gem Sky World, Công ty vẫn tiếp tục tìm kiếm quỹ đất mới ở Bình Dương để triển khai trong 2021. Theo chia sẻ, DXG tích lũy được 1 quỹ đất quy mô 5ha ở Thuận An, Bình Dương. Quy mô dự án theo ước tính của BVS khoảng 4.000 – 5.000 sản phẩm.

Đối với, Dự án Gem Riverside, theo chia sẻ, có thể khởi động lại trong 2H.2021. Hiện tại, mặt bằng giá căn hộ phân khúc trung và cao cấp xung quanh tăng cao lên mức 60-80 triệu/m² (chưa VAT), so với mức giá trung bình khoảng 35 triệu của Gem Riverside thời điểm mở bán.

Công ty DXS đang thực hiện IPO và dự kiến niêm yết trong tháng 5

Theo thông tin sơ bộ, giá kỳ vọng tối thiểu với cổ phiếu DXS sẽ tương ứng với mức P/B từ 2 lần trở lên theo số liệu 2020. Do đó, kế hoạch chào bán 15% vốn của DXG tại DXS, nếu thành công, thì tạo ra 1 mức thặng dư cho giá trị sổ sách của DXG. BVSC cho rằng Kế hoạch IPO với DXS là thông tin hỗ trợ về mặt định giá cho DXS trong 1H.2021.

BIẾN ĐỘNG GIÁ



	YTD	1T	3T	6T
DXG	49.4%	-0.2%	64.4%	133.3%
VNIndex	5.3%	2.1%	11.8%	30.2%

Định giá

BVSC sử dụng phương pháp NAV và so sánh (PE, PB) để xác định giá trị hợp lý trên mỗi cổ phần DXG trong năm 2021. So với định giá cập nhật vào tháng 1.2021 là 21.700 VND/cp, giá mục tiêu của DXG trong 1H.2021 điều chỉnh tăng thêm 27% do i) cập nhật lợi nhuận dự án Gem Riverside với khoảng 2.000 sản phẩm còn lại với mức giá thị trường ii) cộng thêm thặng dư từ bán 15% cổ phần DXS với P/B mục tiêu thận trọng là 2x. Kết quả, giá trị hợp lý xác định là **27.500 đồng/cp**, cao hơn giá thị trường ngày 16.3.2021 là **12%**.

Khuyến nghị

Chúng tôi duy trì quan điểm lạc quan với DXG từ giữa năm 2020 mặc dù hoạt động kinh doanh vẫn còn nhiều rủi ro. Tuy nhiên, giá cổ phiếu thời điểm đó chiết khấu lớn so với giá trị tài sản của DXG, cũng như, hoạt động bán hàng vẫn được duy trì ở Gem Sky World, St. Moritz; kế hoạch IPO đối với DXS; và triển vọng lợi nhuận khả quan trở lại trong 2021. Thời điểm hiện tại, hoạt động kinh doanh của DXG có những thay đổi tích cực như những gì chúng tôi kỳ vọng. Và kế hoạch IPO DXS và kết quả lợi nhuận cao trong H1.2021 là thông tin còn lại hỗ trợ cho DXG trong Q2.2021. BVSC cho rằng giá cổ phiếu DXG sẽ tiếp tục diễn biến tích cực và hướng đến mục tiêu **27.500 VND/cp**. Mặc dù vậy, giá thị trường phục hồi nhanh trở lại làm cho mức lợi nhuận kỳ vọng ở mức **12%**. Ngắn hạn, BVSC khuyến nghị **NEUTRAL** cho DXG, nhà đầu tư xem xét tiếp tục nắm giữ với cổ phiếu DXG.

Chuyên viên phân tích

Nguyễn Chí Hồng Ngọc

(84 28) 3914.6888 ext. 252

Nguyenchihongngoc@baoviet.com.vn

Lợi nhuận 2021 phục hồi mạnh với đóng góp từ Gem Sky World và Opal Boulevard

Như đã dự báo trong báo cáo cuối năm 2020, BVSC cho rằng năm 2021 lợi nhuận của DXG sẽ phục hồi mạnh trở lại với đóng góp từ hai dự án là Gem Sky World & Opal Boulevard. Tuy nhiên, kế hoạch bàn giao dự án Gem Sky World từ quý 4.2020 bị trì hoãn sang Q1.2021 giúp dư địa tăng trưởng lợi nhuận 2021 trở nên lớn hơn. Do đó, BVSC cũng điều chỉnh lại dự phóng kết quả kinh doanh 2021.

Lợi nhuận sau thuế 2021 ước đạt 1.406 tỷ, cao hơn 16% so với dự báo cuối 2020.

Kết quả này chủ yếu từ điều chỉnh kế hoạch ghi nhận ở Gem Sky World & Opal Boulevard. Chúng tôi giả định khoảng 1.200 – 1.300 nền, tương đương doanh thu 2.500 tỷ từ Gem Sky World; và 60% sản phẩm từ Opal Boulevard, tương đương 1.900 tỷ. Tổng doanh thu từ phát triển dự án là 4.485 tỷ, tăng 13% so với mức 3.967 tỷ dự báo cuối 2020. Mặc dù vậy, chúng tôi cho rằng công ty vẫn có thể ghi nhận kết quả cao hơn do i) Còn 40% từ Opal Boulevard ii) Dự án St. Moritz có thể kịp bàn giao vào Q4.2021. Và chúng tôi sẽ theo dõi và có điều chỉnh phù hợp trong sáu tháng cuối năm 2021. Với dự phóng hiện tại, lợi nhuận sau thuế trừ thiểu số là 1.406 tỷ, tương đương EPS 2.705 VND/cp. Chi tiết kết quả kinh doanh 2021:

Kế hoạch kinh doanh – tỷ VND	2020	2021	yoy
Doanh thu	2.854	7.472	162%
- Dịch vụ	1.932	2.387	24%
- Xây dựng	530	600	13%
- Bất động sản	392	4.486	1043%
- Khác	36	-	
LNG	1.897	3.764	100%
Thu nhập tài chính thuần	-785	-270	-65%
Chi phí bán hàng & quản lý	1.034	1.219	18%
LNTT	74	2.274	
LNST trừ thiểu số	-431	1.406	

Gia tăng quỹ đất ở Bình Dương; Kỳ vọng dự án Gem Riverside tái khởi động

Bên cạnh dự án lớn đang triển khai là Gem Sky World, Công ty vẫn tiếp tục tìm kiếm quỹ đất mới ở Bình Dương để triển khai trong 2021. Theo kế hoạch, công ty sẽ kinh doanh 2 dự án mới ở Bình Dương trong 2021 là Opal Skyview, Opal Cityview. Ngoài ra, DXG tích lũy được 1 quỹ đất quy mô 5ha ở Thuận An, Bình Dương. Quy mô dự án theo ước tính của BVS khoảng 4.000 – 5.000 sản phẩm. Các dự án này sẽ đóng góp lợi nhuận cho 2023-2025.

Đối với, Dự án Gem Riverside, theo chia sẻ, có thể khởi động lại trong 2H.2021. Hiện tại, công ty hoàn tất điều chỉnh 1/500 và đang chờ chấp thuận GPXD. Lũy kế, dự án đã kinh doanh khoảng 1.000 sản phẩm (đã trừ số căn đã thu lại từ khách hàng), còn lại 2.180 sản phẩm. Hiện tại, mặt bằng giá căn hộ phân khúc trung và cao cấp xung quanh tăng cao lên mức 60-80 triệu/m² (chưa VAT), so với mức giá trung bình khoảng 35 triệu của Gem Riverside thời điểm mở bán. Do đó, dự án triển trở lại mang nhiều ý nghĩa tích cực i) lợi nhuận cao hơn do chi phí vốn thấp và giá bán gia tăng, ii) tín hiệu khả quan cho quỹ đất khác của DXG ở TP.HCM.

Dự án	Sản phẩm	Tiến độ	Ghi nhận
Gem Sky World	4.026	Đang kinh doanh	2020-2023
Gem Riverside	3.175	Đang hoàn thiện pháp lý	2023-2024
Opal Skyview	N/A	Đang hoàn thiện pháp lý	2023-2024
Opal CitiView	1.200	Đang hoàn thiện pháp lý	2023-2024
Opal Central Park	~ 4.000	Đang hoàn thiện pháp lý	2023-2024

Công ty DXS đang thực hiện IPO và dự kiến niêm yết trong tháng 5

Theo kế hoạch, DXS đang triển khai IPO trong tháng 3&4 và dự kiến niêm yết trong tháng 5.2021. DXS sẽ có 2 đợt chào bán với kế hoạch như sau

- i) Chào bán thứ cấp cho nhà đầu tư tổ chức (book build)
- ii) Chào bán thứ cấp cho nhà đầu tư cá nhân theo hình thức đấu giá.

Trong trường hợp số lượng đăng ký cao hơn số lượng chào bán sẽ phát hành thêm cổ phần. Số lượng cổ phần chào bán bao gồm cổ phần của DXG (DXG sở hữu 80% DXS) và cổ phần các cá nhân khác. Tỷ lệ sở hữu của DXG sau khi IPO giảm về 65%. Một số thông tin cơ bản về DXS:

	2019	2020	yoy
Doanh thu	4.090	3.249	-21%
LNST - IM	1.061	873	-18%
Tổng tài sản	8.993	11.095	23%
Vốn điều lệ	3.000	3.224	7,4%
EPS (VND/cp)	4.115	2.817	

Theo thông tin sơ bộ có được, giá kỳ vọng tối thiểu với cổ phiếu DXS sẽ tương ứng với mức P/B từ 2 lần trở lên theo số liệu 2020. Do đó, kế hoạch chào bán 15% vốn của DXG tại DXS, nếu thành công, thì tạo ra 1 mức thặng dư cho giá trị sổ sách của DXG. BVSC cho rằng Kế hoạch IPO với DXS là thông tin hỗ trợ về mặt định giá cho DXS trong 1H.2021.

Định giá

BVSC sử dụng phương pháp NAV và so sánh (PE, PB) để xác định giá trị hợp lý trên mỗi cổ phần DXG trong năm 2021. So với định giá cập nhật vào tháng 1.2021 là 21.700 VND/cp, giá mục tiêu của DXG trong H1.2021 điều chỉnh tăng thêm 27% do i) cập nhật lợi nhuận dự án Gem Riverside với khoảng 2.000 sản phẩm còn lại với mức giá thị trường ii) cộng thêm thặng dư từ bán 15% cổ phần DXS với P/B mục tiêu thận trọng là 2x. Kết quả, giá trị hợp lý xác định là **27.500 đồng/cp**, cao hơn giá thị trường ngày 16.3.2021 là **12%**.

Kết quả định giá				
Mô hình định giá	Mục tiêu	Giá	Tỷ trọng	Bình quân gia quyền
NAV		27.154	50%	13.577
PE	10x	27.052	25%	6.763
PB	2x	28.602	25%	7.151
Trung bình				27.491

Khuyến nghị

Chúng tôi duy trì quan điểm lạc quan với DXG từ giữa năm 2020 mặc dù hoạt động kinh doanh vẫn còn nhiều rủi ro. Tuy nhiên, giá cổ phiếu thời điểm đó chiết khấu lớn so với giá trị tài sản của DXG, cũng như, hoạt động bán hàng vẫn được duy trì ở Gem Sky World, St. Moritz; kế hoạch IPO đối với DXS; và triển vọng lợi nhuận khả quan trở lại trong 2021. Thời điểm hiện tại, hoạt động kinh doanh của DXG có những thay đổi tích cực như những gì chúng tôi kỳ vọng. Và kế hoạch IPO DXS và kết quả lợi nhuận cao trong H1.2021 là thông tin còn lại hỗ trợ cho DXG trong Q2.2021. BVSC cho rằng giá cổ phiếu DXG sẽ tiếp tục diễn biến tích cực và hướng đến mục tiêu **27.500 VND/cp**. Mặc dù vậy, giá thị trường phục hồi nhanh trở lại làm cho mức lợi nhuận kỳ vọng ở mức **12%**. Ngắn hạn, BVSC khuyến nghị **NEUTRAL** cho DXG, nhà đầu tư xem xét tiếp tục nắm giữ với cổ phiếu DXG.

CHỈ SỐ TÀI CHÍNH

Kết quả kinh doanh				
Đơn vị (tỷ VND)	2017	2018	2019	2020
Doanh thu thuần	2,879	4,645	5,814	2,891
Giá vốn	(1,149)	(2,031)	(2,730)	(1,016)
Lợi nhuận gộp	1,730	2,615	3,084	1,875
Doanh thu tài chính	66	207	270	73
Chi phí tài chính	(63)	(191)	(209)	(858)
Lợi nhuận sau thuế	751	1,178	1,217	(432)

Bảng cân đối kế toán				
Đơn vị (tỷ VND)	2017	2018	2019	2020
Tiền & khoản tương đương tiền	1,687	1,159	793	1,780
Các khoản phải thu ngắn hạn	739	1,256	1,939	1,389
Hàng tồn kho	3,401	4,605	6,791	10,252
Tài sản cố định hữu hình	42	54	330	325
Các khoản đầu tư tài chính dài hạn	962	1,176	1,185	107
Tổng tài sản	10,264	13,729	19,881	23,511
Nợ ngắn hạn	3,727	5,118	7,277	10,379
Nợ dài hạn	1,884	2,412	3,376	4,000
Vốn chủ sở hữu	4,654	6,199	9,228	9,132
Tổng nguồn vốn	10,264	13,729	19,881	23,511

Chỉ số tài chính				
Chỉ tiêu	2017	2018	2019	2020
Chỉ tiêu tăng trưởng				
Tăng trưởng doanh thu (%)	14.9%	61.3%	25.1%	-50.3%
Tăng trưởng lợi nhuận sau thuế (%)	39.8%	56.9%	3.2%	-135.5%
Chỉ tiêu sinh lời				
Lợi nhuận gộp biên (%)	60.1%	56.3%	53.0%	64.9%
Lợi nhuận thuần biên (%)	26.1%	25.4%	20.9%	-14.9%
ROA (%)	9.5%	9.8%	7.2%	-2.0%
ROE (%)	18.3%	21.7%	15.8%	-4.7%
Chỉ tiêu cơ cấu vốn				
Tổng nợ/Tổng tài sản (%)	54.7%	54.8%	53.6%	61.2%
Tổng nợ/Tổng vốn chủ sở hữu (%)	120.6%	121.5%	115.4%	157.5%
Chỉ tiêu trên mỗi cổ phần				
EPS (đồng/cổ phần)	2,477	3,366	2,339	(831)
Giá trị sổ sách (đồng/cổ phần)	15,349	17,708	17,745	17,560

TUYÊN BỐ TRÁCH NHIỆM

Tôi, chuyên viên **Nguyễn Chí Hồng Ngọc**, xin khẳng định hoàn toàn trung thực và không có động cơ cá nhân khi thực hiện báo cáo này. Tất cả những thông tin nêu trong báo cáo này được thu thập từ những nguồn tin cậy và đã được **tôi** xem xét cẩn thận. Tuy nhiên, **tôi** không đảm bảo tính đầy đủ cũng như chính xác tuyệt đối của những thông tin nêu trên. Các quan điểm, nhận định trong báo cáo này chỉ là quan điểm riêng của cá nhân **tôi** mà không hàm ý chào bán, lôi kéo nhà đầu tư mua, bán hay nắm giữ chứng khoán. Báo cáo chỉ nhằm mục đích cung cấp thông tin và nhà đầu tư chỉ nên sử dụng báo cáo phân tích này như một nguồn tham khảo. **Cá nhân tôi** cũng như **Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt** sẽ không chịu bất kỳ trách nhiệm nào trước nhà đầu tư cũng như đối tượng được nhắc đến trong báo cáo này về những tổn thất có thể xảy ra khi đầu tư hoặc những thông tin sai lệch về doanh nghiệp.

Báo cáo này là một phần tài sản của Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt, tất cả những hành vi sao chép, trích dẫn một phần hay toàn bộ báo cáo này phải được sự đồng ý của Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt.

LIÊN HỆ

Khối Phân tích và Tư vấn đầu tư - Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt

Phạm Tiến Dũng

Giám đốc khối

phamtien.dung@baoviet.com.vn

Lưu Văn Lương

Phó Giám đốc khối

luuvanluong@baoviet.com.vn

Hoàng Bảo Ngọc

Công nghệ, Cảng biển

hoangbaongoc@baoviet.com.vn

Nguyễn Chí Hồng Ngọc

Bất động sản, Khu công nghiệp

nguyenchihongngoc@baoviet.com.vn

Đỗ Long Khánh

Hàng không, Bảo hiểm

dolongkhanh@baoviet.com.vn

Lê Thanh Hòa

Tiện ích công cộng, Ngân hàng

lethanhhhoa@baoviet.com.vn

Phạm Lê An Thuận

Dược, Thủy sản

phamleanthuan@baoviet.com.vn

Trần Phương Thảo

VLXD, BĐS, Cao su tự nhiên

tranphuongthaoa@baoviet.com.vn

Trương Sỹ Phú

Hàng tiêu dùng

truongsyphu@baoviet.com.vn

Hoàng Thị Minh Huyền

Chuyên viên vĩ mô

hoangthiminhhuyen@baoviet.com.vn

Nguyễn Hà Minh Anh

Hàng tiêu dùng, Tiện ích công cộng

nguyenhaminhanh@baoviet.com.vn

Ngô Trí Vinh

Hàng tiêu dùng, Chăn nuôi, Chứng khoán

ngotrivinh@baoviet.com.vn

Trần Xuân Bách

Phân tích kỹ thuật

tranxuanbach@baoviet.com.vn

Nguyễn Đức Hoàng

Thép, Phân bón

nguyenduchoang@baoviet.com.vn

Trần Đăng Mạnh

Xây dựng, Ô tô & Phụ tùng

trandangmanh@baoviet.com.vn

Lê Hoàng Phương

Chiến lược thị trường

lehoangphuong@baoviet.com.vn



Công ty Cổ phần Chứng khoán Bảo Việt

Trụ sở chính:

- 72 Trần Hưng Đạo, Hoàn Kiếm, Hà Nội
- Tel: (84 24) 3 928 8080

Chi nhánh:

- Tầng 8, 233 Đồng Khởi, Quận 1, Tp. HCM
- Tel: (84 28) 3 914 6888